

**Johann Wolfgang Goethe-Universität**

**Frankfurt am Main**

Roland Schmidtbleicher

**Mittelbarer Kapitalmarktzugang  
für KMU durch Genussrechtpooling**

Nr. 128 (3/2006)



**Institut für Bankrecht**

Arbeitspapiere

## Inhaltsverzeichnis

A. Einleitung .....	1
B. Funktionsweise und wirtschaftlicher Hintergrund .....	1
I. Funktionsweise .....	2
II. Wirtschaftlicher Hintergrund.....	5
1. Mezzanine-Kapital .....	5
2. Mittelbarer Kapitalmarktzugang .....	7
3. Pooling und Tranchenbildung .....	8
a. Verbesserung des Informationsstandes und Senkung der Informationskosten .....	9
b. Diversifikation.....	10
C. Rechtliche Rahmenbedingungen .....	10
I. Verhältnis zwischen SPV und KMU .....	11
1. Gesellschaftsrechtliche Erfordernisse .....	11
2. Bilanzielle Betrachtung .....	11
a. Eigenkapital nach HGB .....	12
b. Eigenkapital nach IFRS.....	13
3. Steuerrechtliche Betrachtung .....	14
II. SPV .....	15
1. Aufsichtsrechtliche Erwägungen.....	15
a. Das SPV als Investmentgesellschaft im Sinne des InvestmentG? .....	15
b. Das SPV als Kreditinstitut im Sinne des KWG?.....	16
2. Steuerrechtliche Betrachtung .....	17
III. Verhältnis zwischen SPV und Investoren .....	17
1. Kapitalmarktrechtliche Erwägungen.....	17
2. Steuerrechtliche Betrachtung .....	17
D. Ausblick .....	18

# Mittelbarer Kapitalmarktzugang für KMU durch Genussrechtpooling

Roland Schmidtbleicher LL.M. Eur.\*

## A. Einleitung

Anfang 2005 wurde die Schweizer „Capital Efficiency Group“ von den Lesern der bekannten Publikation „Structured Finance International“ mit dem Preis „Innovativster Asset Back Deal des Jahres 2004“ ausgezeichnet sowie von „The Banker“ für einen der „Deals of the Year“ gewürdigt.<sup>1</sup> Prämiert wurde die Entwicklung von „Preferred Pooled Shares“ (PREPS). Was verbirgt sich hinter diesem Konstrukt? Bei PREPS handelt es sich um ein Finanzprodukt der „Capital Efficiency Group“, die sich den Eigennamen „PREPS“ als Marke hat eintragen lassen. PREPS ist somit nur der Name eines speziellen Finanzinstruments. Die Bezeichnung PREPS wird aber gleichsam stellvertretend für eine Vielzahl von Finanzprodukten, durch die in eigenkapitalähnliche Finanztitel des Mittelstands investiert wird, verwendet. Zu nennen sind in diesem Zusammenhang „ge/mit“<sup>2</sup> und „equiNotes“<sup>3</sup> sowie einige weniger populäre Produkte.<sup>4</sup> Jedes dieser Finanzprodukte weist im Detail eine andere Struktur auf, grundsätzlich basieren aber alle auf derselben Grundidee.

Die folgenden Ausführungen stellen die Struktur und Funktionsweise dieser Finanzprodukte dar. Weitere Abschnitte erörtern sodann den wirtschaftlichen Hintergrund und die rechtlichen Rahmenbedingungen.

## B. Funktionsweise und wirtschaftlicher Hintergrund

Alle Programme haben gemeinsam, dass Investoren den beteiligten kleinen und mittelständischen Unternehmen (KMU) eigenkapitalähnliche Mittel zur Verfügung stellen. Hierzu werden von den Unternehmen in der Regel Genussrechte ausgereicht, teilweise aber auch nachrangige Darlehen in Anspruch genommen.<sup>5</sup> Diese Finanzinstrumente einer größeren Anzahl KMU werden in einem „Special Purpose Vehicle“ (SPV) zusammengeführt (gepoolt). Das SPV refinanziert den Erwerb der Genussscheine bzw. Nachrangdarlehen, indem es Anleihen am Kapitalmarkt emittiert. Diese werden nach dem „Wasserfallprinzip“ bedient.<sup>6</sup>

---

\* Der Autor ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Bankrecht der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main. Für die Anregung zu diesem Arbeitspapier und für wertvolle Hinweise dankt er Herrn Prof. Dr. Dr. h.c. Theodor Baums. Verbleibende Fehler sind alleine vom Verfasser zu verantworten.

<sup>1</sup> Siehe <http://www.ceg-ag.com/index.php?id=42> und <http://www.ceg-ag.com/index.php?id=41>.

<sup>2</sup> Siehe <http://www.gemit.info/gemit-story.htm>.

<sup>3</sup> Siehe <http://www.equinotes.de/>.

<sup>4</sup> Einen Überblick gibt Dentz, Finance Juli/August 2005, 58 (60 f.).

<sup>5</sup> Zu deren konkreter Ausgestaltung siehe C. I. 2.

<sup>6</sup> Zum „Wasserfallprinzip“ sogleich unter B. I. sowie Abbildung 3.

Eine abweichende Variante ist, die Genussscheine in einen Fonds einzubringen und dessen Anteile zu vertreiben.<sup>7</sup>

## I. Funktionsweise

Die Zugangsvoraussetzungen für KMU zum Genussrechtpooling ähneln einander in der Regel. Gefordert wird ein im Vergleich mit dem Kapitalmarktrating vereinfachtes Ratingverfahren,<sup>8</sup> bei dem z.B. im Falle von PREPS mindestens ein *Baa3.edf*<sup>9</sup> (*Expected Default Frequency*) als *investment grade* erzielt werden muss. Die Auswahl der in Frage kommenden Unternehmen wird durch eine „Transaction Monitor Gesellschaft“ vorgenommen. Die Portfoliounternehmen begeben sodann Genussscheine bzw. begründen nachrangige Darlehensforderungen, die in dem SPV *gepoolt* werden.

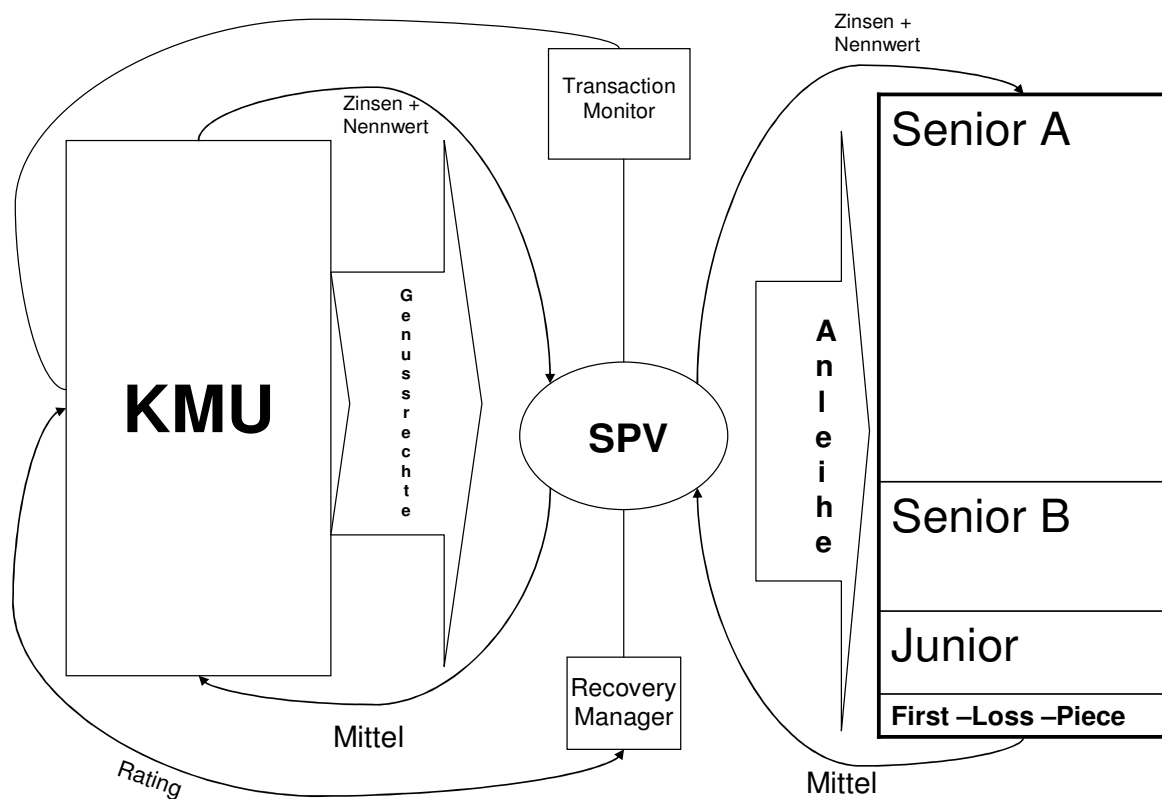


Abbildung 1: Funktionsweise PREPS (vereinfacht)

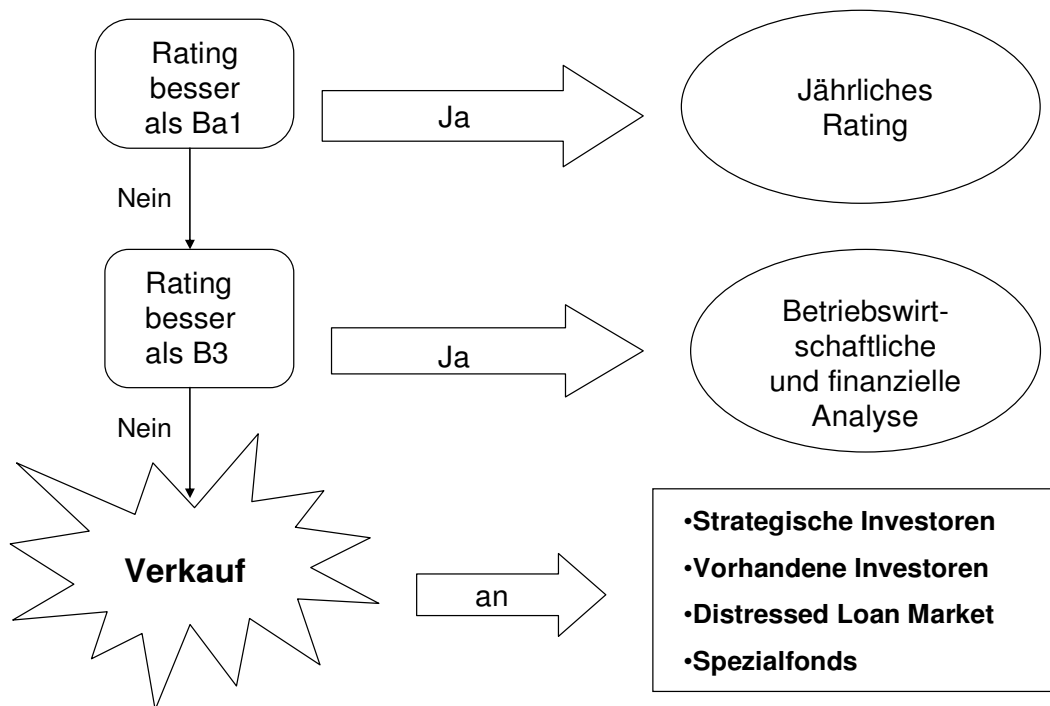
<sup>7</sup> So z.B. bei „ge/mit“, dem „Genussscheinfonds Mittelstand“ der DZ Bank in Zusammenarbeit mit der Buchanan Capital Group. Dieser ist ein luxemburgischer Investmentfonds in der Form eines Umbrella –Fonds. Derzeit besitzt er einen geschlossenen sowie einen offenen deckungsstockfähigen Teilfonds.

<sup>8</sup> Vgl. Rudolph, Spezial zu BB 2005 Heft 16, 15 (18); Bozicevic/Karow, AG 2004, R 401 f; Mendel, zfbf 57, 172 (174).

<sup>9</sup> Bei der Bezeichnung handelt es sich um die von Moody's verwandte Form. Im weiteren Verlauf der Darstellung wird häufiger auf *rating-grades* verwiesen. Da es sich immer um die Darstellung des Produkts PREPS handelt, sind alle *rating-grades* nach dem System von Moody's ausgerichtet. Natürlich kann das System ebenfalls auf S&P- oder Fitch-Ratings übertragen werden. Die abweichende Bezeichnung verändert die Aussage nicht.

Bei PREPS 2004 2 umfasste der Pool Genussscheine von 67 Unternehmen aus variierenden Branchen mit einem Volumen von 616 Millionen €.

Für den Genussscheinpool wird ein externes Risikomanagement eingerichtet. Dieses führt jedes Jahr ein erneutes Rating der KMU durch. Sollte das Rating unter einen bestimmten im Vorfeld festgelegten Wert absinken, im Beispiel von PREPS unter *Ba1*, schaltet sich ein „*Recovery Manager*“ ein. Dieser führt eine betriebswirtschaftliche und finanzielle Analyse der Gesellschaft durch, damit die Situation genau bewertet und ein stärkeres „Abrutschen“ des jeweiligen Unternehmens vermieden werden kann. Bei einem weiteren Downgrade auf *B3* oder darunter versucht der „*Recovery Manager*“, den Genussschein zum besten Preis zu verkaufen.



**Abbildung 2: Risikomanagement (vereinfacht)**

Am Ende der Laufzeit werden die vom SPV emittierten Anleihen bedient. Hierzu wird das sog. „*Wasserfallprinzip*“, das im Rahmen von CDO-Transaktionen entwickelt wurde, angewandt.<sup>10</sup>

„*Collateralized Debt Obligations*“ sind Anleihen, die durch einen Pool verschiedenartiger Schudttitel besichert sind. Bei dieser Vorgehensweise wird eine größere Anzahl von

<sup>10</sup> Zu Aufbau und Funktion der CDO und des „Wasserfalls“ sogleich. Siehe auch Abbildung 3.

Forderungen unterschiedlicher Ausfallwahrscheinlichkeit zusammenfügt. Das führt an sich zu einer Intransparenz des Genussrechtspools. Indem gesondert geratete Tranchen von zu platzierenden Anleihen gebildet werden, wird für eine transparente Anlage gesorgt. Die effektiven Zahlungen aus dem Genussschein(Collateral)pool bestimmen die Höhe und zeitliche Verteilung der Cash Flows, mit denen die Anleihen bedient werden.<sup>11</sup> Das Einkommen der SPVs aus den KMU-Cash-Flows wird nach einem vorher festgelegten Plan, dem sog. „Wasserfall“, bezüglich Zins und Tilgung auf die Tranchen verteilt. Dieser „Wasserfall“ ist transaktionsspezifisch, wird aber zumeist ähnlich ausgestaltet. Durch Auszahlung nach dem Prioritätsprinzip erlangen die Tranchen eine unterschiedliche Seniorität.<sup>12</sup>

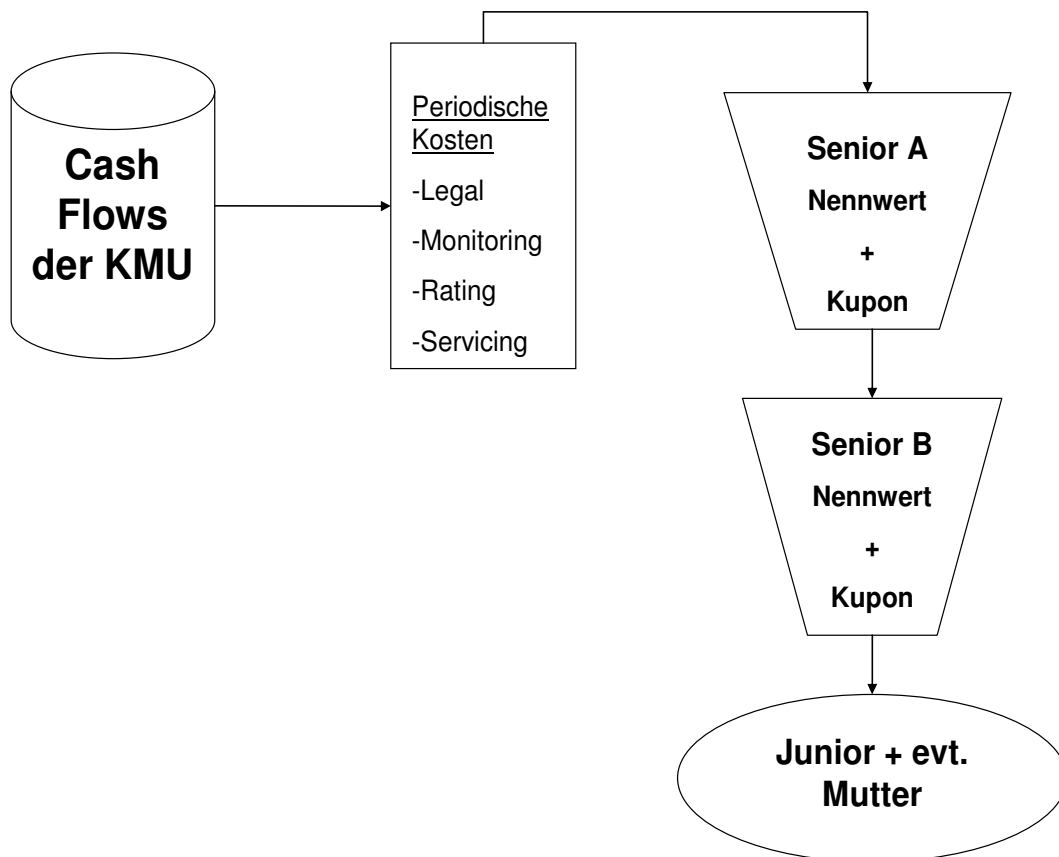


Abbildung 3: "Wasserfall" (vereinfacht)

<sup>11</sup> Vgl. Center for Financial Studies Frankfurt am Main (Hrsg.), Working Paper No. 2005/06, *Franke/Krahn*, Default Risk Sharing Between Banks and Markets: The Contribution of Collateralized Debt Obligations, S. 5 f., 20.

<sup>12</sup> Vgl. Hochschule für Bankwirtschaft (Hrsg.), Arbeitsbericht 44, *Heidorn/König*, Investitionen in Collateralized Debt Obligations, Mai 2003 S. 7 ff; Center for Financial Studies Frankfurt am Main (Hrsg.), Working Paper No. 2005/06, *Franke/Krahn*, Default Risk Sharing Between Banks and Markets: The Contribution of Collateralized Debt Obligations, S. 5 f., 20; *Rudolph*, Spezial zu BB 2005 Heft 16, 15 (17).

Im Falle von PREPS ist der Wasserfall dreistufig, das heißt es ergeben sich drei Tranchen. Bei der Senior-A-Tranche, die ca. 2/3 des investierten Kapitals umfasst, wird ein *Aaa* Rating angestrebt. Diese soll einen Zins von ca. 5 % erreichen. Die Senior-B-Tranche, ca. 1/7 des investierten Kapitals, soll noch ein Rating von *A1* und daraus resultierend eine ca. 6 % Verzinsung erreichen. Der Rest des Kapitals wird durch die sog. Junior-Tranche aufgebracht. Sie erhält kein Rating und trägt alle Verluste der Transaktion, wird aber dafür risikoadäquat mit ca. 17 % möglicher Rendite versehen. Einen kleinen Teil der Junior-Tranche, das sog. „*First-Loss-Piece*“ bzw. „*Equity-Piece*“, nimmt die Mutter des SPV in ihre eigenen Bücher.<sup>13</sup>

## II. Wirtschaftlicher Hintergrund

Im Folgenden sind kurz die wirtschaftlichen Erwägungen, die zur Entwicklung von PREPS geführt haben, darzustellen.

### 1. Mezzanine-Kapital

Wie bereits erwähnt, werden in allen Programmen Genussrechte bzw. nachrangige Darlehen verwendet, um Kapital an Unternehmen auszureichen. Warum aber stellt gerade Mezzanine-Kapital das Underlying für die Anleihen dar? Als Mezzanine<sup>14</sup>- oder Hybridkapital werden Mittel bezeichnet, die nach ihrer bilanziellen Behandlung und tatsächlichen Ausgestaltung zwischen Eigen- und Fremdkapital stehen.<sup>15</sup> Es kann somit z.B. im Rahmen des Bilanz- oder Bankaufsichtsrechts als Eigenkapital behandelt werden, während es z.B. in steuerlicher Hinsicht Fremdkapital sein mag.<sup>16</sup> Die Wandlungsfähigkeit von Mezzanine-Kapital erlangt ihren Reiz vor dem Hintergrund der schwachen Eigenkapitalquote des europäischen Mittelstandes. Diese das Verhältnis von Eigen- zu Fremdkapital darstellende Quote lag in Deutschland im Bilanzjahr 2003 bei 7,5 %.<sup>17</sup> Daraus wird der hohe Anteil der Fremdkapitalfinanzierungen ersichtlich. Die klassische Finanzierung des Mittelstands,

---

<sup>13</sup> Vgl. Folie 12 des Vortrags von Prof. Dr. Bernd Rudolph auf der Schmalenbach –Tagung am 21.04.2005 in Köln. Abrufbar unter <http://www.schmalenbach.org/Ftp/Downloads/SG-Tagung2005/Rudolph.pdf>. Weiterhin Hochschule für Bankwirtschaft (Hrsg.), Arbeitsbericht 44, *Heidorn/König*, Investitionen in Collateralized Debt Obligations, Mai 2003 S. 7 ff; Center for Financial Studies Frankfurt am Main (Hrsg.), Working Paper No. 2005/06, *Franke/Krahn*, Default Risk Sharing Between Banks and Markets: The Contribution of Collateralized Debt Obligations, S. 4; *Rudolph*, Spezial zu BB 2005 Heft 16, 15 (17); *ders.*, zfbf 57, 176 (180).

<sup>14</sup> Der Begriff Mezzanine stammt aus der italienischen Architektur während der Renaissance und des Barock. Er bezeichnet ein niedriges Zwischengeschoss inmitten zweier Hauptstockwerke.

<sup>15</sup> Vgl. *Rudolph*, ZfgK 2004, 14 (14 f.); *Achleitner/Wahl*, BB 2004, 1323 (1323); *Volk*, BB 2003, 1224 (1225 ff.); *Dörscher/Hinz*, FB 2003, 606 (606).

<sup>16</sup> Vgl. *Fischer* in *Stadler* (Hrsg.), Die neue Unternehmensfinanzierung, Frankfurt 2004, S. 225 f.; *Volk*, BB 2003, 1224 (1224 ff.); *Dörscher/Hinz*, FB 2003, 606 (608 ff.).

<sup>17</sup> Vgl. [http://www.gut fuer deutschland.de/download/sparkasse/Broschxre\\_Diagnose\\_Mittelstand\\_2005.pdf](http://www.gut fuer deutschland.de/download/sparkasse/Broschxre_Diagnose_Mittelstand_2005.pdf).

zumeist durch die Hausbank, hat sich allerdings stark verteuert.<sup>18</sup> Als Ursachen hierfür werden die Vorgaben zur risikoabhängigen Eigenkapitalunterlegung der Banken nach der „Basler Eigenkapitalvereinbarung für Banken“ (BASEL II)<sup>19</sup> sowie der gesteigerte internationale Wettbewerb zwischen den Kreditinstituten, hohe Kreditausfälle und zu gering verzinste Kreditfinanzierungen angegeben.<sup>20</sup> Ob an ein Unternehmen Kredite ausgereicht werden und wie hoch diese verzinst sind, richtet sich mittlerweile nach dem bankinternen Rating des Darlehensnehmers. Wesentlicher Anhaltspunkt für ein gutes Rating ist eine hohe Eigenkapitalquote, denn mit Eigenkapital bzw. eigenkapitalähnlichen Mitteln unterlegte Assets stellen einen „Risikopuffer“ für die Fremdkapitalgläubiger des Unternehmens dar.<sup>21</sup> Das Genussrechtskapital hat den Vorteil, dass es bilanziell als Eigenkapital nach HGB und IFRS ausgestaltet werden kann.<sup>22</sup> Dadurch steigt die Eigenkapitalquote, und die Kosten der KMU für Fremdkapital können gesenkt werden. Sollte es nicht möglich oder gewünscht sein, das Genussrechtskapital bilanziell als Eigenkapital zu erfassen, so kann es doch häufig zumindest als wirtschaftliches Eigenkapital bewertet werden.<sup>23</sup> Wirtschaftliches Eigenkapital ist bilanziell nicht zwingend Eigenkapital. Für die Praxis der Kreditvergabe und Risikoanalyse bei einer kreditierenden Bank kann es aber eine dem Eigenkapital vergleichbare Stellung einnehmen und die Fremdkapitalzinsen senken.<sup>24</sup> Andererseits bietet das Genussrecht dem KMU den Vorteil, dass mitgliedschaftliche Rechte, insbesondere Stimmrechte für die Genussrechtsinhaber, nicht begründet werden.<sup>25</sup> Die unternehmerische Gestaltungsfreiheit bleibt somit weitgehend unangetastet. Somit erhöht sich die finanzielle Flexibilität der KMU, ohne dass Sicherheiten gestellt werden müssen und ohne das

<sup>18</sup> Vgl. *Fragos*, FB 2006, 65 (65); *Golland/Gehlhaar/Grossmann/Eickhoff-Kley/Jänisch*, Spezial zu BB 2005 Heft 13, 1 (6); *Rudolph*, Spezial zu BB 2005 Heft 16, 15 (16); *Volk*, BB 2003, 1 (1); *Taistra/Tiskens/Schmidtchen*, Die Bank 2001, 514 (514 ff.).

<sup>19</sup> Die neueste Version ist abrufbar unter <http://www.bis.org/publ/bcbs118.htm>. bzw. [http://www.bundesbank.de/download/bankenaufsicht/pdf/explanatory\\_g.pdf](http://www.bundesbank.de/download/bankenaufsicht/pdf/explanatory_g.pdf).

<sup>20</sup> Vgl. *Achleitner/Wahl*, BB 2004, 1323 (1232); *Volk*, BB 2003, 1 (1); *Taistra/Tiskens/Schmidtchen*, Die Bank 2001, 514 (514 ff.); *Volk*, BB 2003, 1 (1). Die Position, BASEL II habe keine signifikante Auswirkung auf die Mittelstandsfinanzierung wird von der *Kommission* sowie von *Price Waterhouse Coopers*, die mit der Erstellung eines Gutachtens diesbezüglich beauftragt waren, vertreten. Die Dokumente sind abrufbar unter [http://www.bundesbank.de/download/bankenaufsicht/pdf/200510\\_transformation\\_basel.pdf](http://www.bundesbank.de/download/bankenaufsicht/pdf/200510_transformation_basel.pdf) auf S. 5 f. sowie [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/bank/docs/regcapital/studies/2004-04-basel-impact-study\\_en.pdf](http://europa.eu.int/comm/internal_market/bank/docs/regcapital/studies/2004-04-basel-impact-study_en.pdf) auf Seite 95 ff.

<sup>21</sup> Vgl. *Fragos*, FB 2006, 65 (65); *Golland/Gehlhaar/Grossmann/Eickhoff-Kley/Jänisch*, Spezial zu BB 2005 Heft 13, 1 (6 ff.); *Koblenzer*, ErbStB 2005, 282 (282); *Mendel*, zfbf 57, 172 (172 f.); *Taistra/Tiskens/Schmidtchen*, Die Bank 2001, 514 (520.).

<sup>22</sup> Zu den Bedingungen siehe unten C. I. 2.

<sup>23</sup> Vgl. *Rudolph*, ZfgK 2004, 14 (14).

<sup>24</sup> Vgl. *Gaugusch/Wainig* in *Stadler* (Hrsg.), Die neue Unternehmensfinanzierung, Frankfurt 2004, S. 80 ff.; *Golland/Gehlhaar/Grossmann/Eickhoff-Kley/Jänisch*, Spezial zu BB 2005 Heft 13, 1 (6S); *Volk*, BB 2003, 1224 (1226); anschaulich ebenfalls *Becker*, Börsen –Zeitung vom 19.01.2006, S. 8. Die verschiedenen rechtlichen Ausgestaltungen der Genussscheine und Voraussetzungen der bilanziellen Behandlung und Anschauung werden unter C. I. 2. genauer dargestellt.

<sup>25</sup> Vgl. statt vieler *Habersack* in *MünchKommAktG*, Bd. 6, 2. Auflage München 2004, § 221 Rn. 119.



Eigenkapital zu verwässern.<sup>26</sup> Wird das Mezzanine-Kapital entsprechend ausgestaltet, können die darauf aufgewendeten Leistungen zudem steuerrechtlich abzugsfähig sein.<sup>27</sup> Schließlich werden durch diese Art der Kapitalbeschaffung die Finanzierungsquellen des Unternehmens breiter diversifiziert, und es wird eine weitergehende Unabhängigkeit von der Bankenfinanzierung durch Kredite gewährleistet.

<b>Einordnung</b> <b>Kriterien</b>	<b>Eigenkapital</b>	<b>Mezzanine Kapital</b> insbesondere Genussrecht	<b>Fremdkapital</b>
<b>Vergütung des Kapitalgebers</b>	<b>Wertsteigerung und Dividende</b>	<b>Fix und variabel</b>	<b>Fix</b>
<b>Informations- oder Zustimmungsrechte des Gläubigers</b>	<b>Gesellschafterstellung</b>	<b>Gläubigerstellung; eventuell vertragliche Zustimmungsrechte</b>	<b>Gläubigerstellung</b>
<b>Verlustteilnahme</b>	<b>Ja</b>	<b>Möglich</b>	<b>Nein</b>
<b>Haftung im Insolvenzfall</b>	<b>Ausfall</b>	<b>Rangrücktritt</b>	<b>Vorrang oder Quote</b>
<b>Bilanzielles bzw. wirtschaftliches Eigenkapital</b>	<b>Ja</b>	<b>gestaltungsabhängig</b>	<b>Nein</b>

**Abbildung 4: Schaubild Genussrecht als Mezzanine Kapital**

## **2. Mittelbarer Kapitalmarktzugang**

Eine Genussscheinemission am Kapitalmarkt stünde den KMU grundsätzlich auch auf direktem Wege offen. Allerdings sind die Marktzutrittsschranken hierfür sehr hoch. Die Transaktion selbst muss ein gewisses Volumen aufweisen, um am öffentlichen Kapitalmarkt von institutionellen Anlegern nachgefragt zu werden und adäquate Kapitalkosten zu gewährleisten.<sup>28</sup> Das ist erst bei einem Emissionsvolumen von ca. 10-20 Mio. Euro der Fall.<sup>29</sup>

<sup>26</sup> Vgl. Golland/Gehlhaar/Grossmann/Eickhoff-Kley/Jänisch, Spezial zu BB 2005 Heft 13, 1 (2); Rudolph, ZfgK 2004, 14 (14).

<sup>27</sup> Vgl. von Alvensleben in Häger/Elkemann-Reusch, Mezzanine Finanzierungsinstrumente, Berlin 2004, Rn. 591; Drukarczyk, Finanzierung, 9. Auflage Stuttgart 2003, S. 315 f.; Golland/Gehlhaar/Grossmann/Eickhoff-Kley/Jänisch, Spezial zu BB 2005 Heft 13, 1 (23 ff.); Harrer/Janssen/Halbig, FB 2005, 1 (5 f.); Dörscher/Hinz, FB 2003, 606 (608).

<sup>28</sup> Vgl. Rudolph, Spezial zu BB 2005 Heft 16, 15 (16); Achleitner/Wahl, BB 2004, 1323 (1327).

Werden die Genussrechte in einen Pool eingebracht, ist der Zugang zum Kapitalmarkt für KMU auch zu einer geringeren Summe möglich.

Eine weitere Zugangsschranke für KMU besteht darin, dass ein organisierter und liquider Sekundärmarkt für diese Titel fehlt.<sup>30</sup> Eine unzureichende Sekundärmarktliquidität bewirkt, dass es beim Kauf bzw. Verkauf der Finanztitel zu signifikanten Kursaufschlägen oder Abschlägen kommt, denn ohne einen liquiden, organisierten Sekundärmarkt fordern Investoren hohe Prämien für ihr Engagement.<sup>31</sup> Weiter zu berücksichtigen ist der sog. „*Sweet Spot*“ des Investors, also jener Betrag, bei dem sich der Investor wohlfühlt. Dieser liegt – insbesondere bei angelsächsischen Investoren – in einem Bereich von 25-75 Mio. Euro.<sup>32</sup> Die Kosten eines eingeschränkten Ratings der KMU, um der „Transaction Monitor“-Gesellschaft eine Investitionsentscheidung zu ermöglichen, sind deutlich geringer als die Kosten eines vollumfänglichen Ratings, um einen *investment grade* für die KMU zu erreichen. Diese Erwägungen machen deutlich, dass der mittelbare Zugang zum Kapitalmarkt das günstigste Mittel darstellt, um die Transaktionskosten zu senken. Darüber hinaus werden die durch das SPV begebenen Anleihen auf einem liquiden, organisierten Sekundärmarkt gehandelt und erzielen somit wesentlich bessere Ergebnisse als isolierte Finanztitel der KMU.<sup>33</sup>

### 3. Pooling und Tranchenbildung

Das bisher geschilderte Vorgehen würde in einem vollkommenen Kapitalmarkt nicht zu Wertschöpfungsmöglichkeiten führen.<sup>34</sup> Wegen der tatsächlichen Unvollkommenheiten, Unvollständigkeiten und Informationsasymmetrien auf den Kapitalmärkten führt eine Struktur wie z.B. PREPS dagegen zu einem Mehrwert.<sup>35</sup> Das ist im Folgenden kurz darzustellen.

---

<sup>29</sup> Vgl. *Achleitner/Wahl*, BB 2004, 1323 (1327).

<sup>30</sup> Vgl. *Steinbach*, Der standardisierte börsennotierte Genussschein, Wiesbaden 1999, S. 3 ff; *Rudolph*, Spezial zu BB 2005 Heft 16, 15 (15); *Achleitner/Wahl*, BB 2004, 1323 (1323 ff.).

<sup>31</sup> Vgl. Vgl. *Achleitner*, Handbuch Investment Banking, 3. Auflage 2002, S. 33; *Rudolph*, Spezial zu BB 2005 Heft 16, 15 (16); *Achleitner/Wahl*, BB 2004, 1323 (1323 f.).

<sup>32</sup> Vgl. *Achleitner/Wahl*, BB 2004, 1323 (1327).

<sup>33</sup> Vgl. *Rudolph*, Spezial zu BB 2005 Heft 16, 15 (16).

<sup>34</sup> So zumindest nach dem sog. „Irrelevanztheorem“ von *Modigliani/Miller*, American Economic Review Vol. 48 (1958), 261 (261 ff.). Dieses Theorem besagt, dass die Form der Finanzierung in einem vollkommenen Kapitalmarkt irrelevant ist, denn ein Mehrwert lässt sich unter diesen Bedingungen nicht erzielen. Vgl. dazu *Breuer*, Finanzierungstheorie, Wiesbaden 1998, S. 61 ff; *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 5. Auflage Berlin 2003, S. 339 ff; *Bessler/Thies*, Kapitalstruktur – Grundlagen (2.1.2) S. 5 f., *dies.* Die optimale Kapitalstruktur (2.1.3) S. 7 ff. in *Achleitner/Thoma* (Hrsg.), Handbuch Corporate Finance, 2. Auflage München 2001.

<sup>35</sup> Vgl. *Rudolph*, Spezial zu BB 2005 Heft 16, 15 (17); *ders.* zfbf 57, 176 (178 ff.); zur Informationsasymmetrie und den dabei auftretenden Phänomenen siehe *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 5. Auflage Berlin 2003, S. 419 ff.

### a. Verbesserung des Informationsstandes und Senkung der Informationskosten

Auf Märkten sind Informationen häufig unvollkommen bzw. ungleichmäßig verteilt. Diese sog. „asymmetrische Informationsverteilung“ kann in mehreren Formen auftreten. Das sind insbesondere die transaktionsgegenstandsbezogenen „*hidden informations*“ und „*hidden characteristics*“ sowie die verhaltensbezogenen „*hidden actions*“.<sup>36</sup> Die daraus resultierenden Probleme sind als „*adverse selection*“ und „*moral hazard*“ bekannt.<sup>37</sup> Die sog. „*Pecking-Order-Theorie*“ besagt, dass es bei asymmetrischer Informationsverteilung am Kapitalmarkt vorteilhaft ist, zunächst Finanztitel zu emittieren, die einen hohen Sicherheitsgrad aufweisen, denn bei diesen lassen sich die Kapitalmarktteilnehmer nicht in einem so hohen Maße von den Überlegungen zu „*adverse selection*“ und „*moral hazard*“ beeinflussen, so dass die Bewertungsabschläge für die emittierten Titel gering sind.<sup>38</sup>

Den Empfehlungen der „*Pecking-Order-Theorie*“ wird durch die Tranchenbildung entsprochen. Die Senior-A-Tranche ist mit einem guten Rating ausgestattet und besonders sicher. Auch die Senior-B-Tranche ist noch mit einem überdurchschnittlichen Rating versehen.<sup>39</sup> Durch die guten Ratings wird zunächst der negative Effekt der „*hidden information*“ beseitigt. Bei der Junior-Tranche bleibt dieser bestehen, wird aber mit einer entsprechend höheren Renditemöglichkeit kompensiert. Der Gefahr eines „*moral hazard*“ wird entgegengetreten, indem die Mutter des SPV das „*First-Loss-Piece*“ der Junior-Tranche in ihre eigenen Bücher übernimmt.<sup>40</sup> Sie ist dadurch gehalten, die Auswahl der Portfoliounternehmen hinsichtlich ihrer Ausfallwahrscheinlichkeit und das Monitoring sorgfältig durchzuführen, denn sie wäre andernfalls die erste geschädigte Partei.<sup>41</sup> Im Rahmen der gesamten Transaktion herrscht demnach ein erhöhtes Maß an Information und Sicherheit

---

<sup>36</sup> Vgl. *Brealy/Myers/Marcus*, Fundamentals of Corporate Finance, 4. Auflage New York 2004, 413; *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 5. Auflage Berlin 2003, S. 420; *Breuer*, Finanzierungstheorie, Wiesbaden 1998, S. 119 ff.

<sup>37</sup> Vgl. *Franke/Hax*, Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt, 5. Auflage Berlin 2003 S. 420; *Hommel/Pritsch* in Achleitner/Thoma (Hrsg.), Handbuch Corporate Finance, 9. Ergänzungslieferung München 1998, 3.6 S. 6; *Rudolph*, Spezial zu BB 2005 Heft 16, 15 (17).

<sup>38</sup> Vgl. *Brealy/Myers/Marcus*, Fundamentals of Corporate Finance, 4. Auflage New York 2004, S.413 f.; *Bessler/Thies* Kapitalstruktur – Grundlagen (2.1.2) S. 5 f., *dies.* Die optimale Kapitalstruktur (2.1.3) S. 19 ff. in Achleitner/Thoma (Hrsg.), Handbuch Corporate Finance, 2. Auflage München 2001; *Rudolph*, Spezial zu BB 2005 Heft 16, 15 (17).

<sup>39</sup> Siehe oben B. I.

<sup>40</sup> Siehe oben B. I.

<sup>41</sup> Vgl. Folie 18 des Vortrags von Prof. Dr. Bernd Rudolph auf der Schmalenbach –Tagung am 21.04.2005 in Köln. Abrufbar unter <http://www.schmalenbach.org/Ftp/Downloads/SG-Tagung2005/Rudolph.pdf>. Weiterhin Center for Financial Studies Frankfurt am Main (Hrsg.), Working Paper No. 2005/06, *Franke/Krahn*, Default Risk Sharing Between Banks and Markets: The Contribution of Collateralized Debt Obligations, S. 10 ff; Hochschule für Bankwirtschaft (Hrsg.), Arbeitsbericht 44, *Heidorn/König*, Investitionen in Collateralized Debt Obligations, Mai 2003 S.13 ff; *Rudolph*, Spezial zu BB 2005 Heft 16, 15 (17); *ders.*, zfbf 57, 176 (180).

bezüglich der emittierten Wertpapiere im Vergleich mit der Emission eines einzelnen Genussscheins.

## **b. Diversifikation**

Für die Anleiheinvestoren ergibt sich weiterhin der Vorteil, dass sie, statt in den Genussschein eines einzelnen Unternehmens zu investieren, in eine hoch diversifizierte Anhäufung von Genussrechten aus verschiedenen Branchen investieren können. Dabei wird die Senior-Tranche selbst einem Rating unterzogen und erreicht im Falle von PREPS die Kennziffern eines gut bewerteten Großkonzerns.<sup>42</sup> Durch diese Diversifikation wird eine ausgeprägte „Granularität“ erreicht, die das sog. Klumpenrisiko für die Investoren erheblich absenkt. Unter Klumpenrisiko wird die Gefahr verstanden, dass ein wesentlicher bzw. der einzige Schuldner im Portfolio ausfällt. Dem wird durch eine Mischung der Assets im Portfolio – der Diversifikation – entgegengetreten.<sup>43</sup> Während der Investor bei einem Genussschein dem Ausfallrisiko des Einzelunternehmens ausgesetzt ist, hat er bei einem Investment in eine Anleihe, die mit einem Mezzaninepool aus einer großen Anzahl von Genussscheinen unterlegt ist, ein deutlich geringeres Ausfallrisiko zu tragen. Mittels der Diversifikation wird somit eine bessere Risikoverteilung ermöglicht, und das Ranking der Anleihe wird hochwertiger als das der einzelnen Finanztitel.<sup>44</sup>

Zusammenfassend eröffnet diese Struktur einen mittelbaren Zugang zum Kapitalmarkt für KMU, der es ihnen erlaubt, ihre Emissionskosten für Mezzanine-Kapital zu reduzieren und erste Ratingerfahrungen zu machen, ohne unter den Publizitätsfolgen leiden zu müssen.

Anlegern wird die Möglichkeit eröffnet, auf guter Informationsbasis relativ sicher in ein diversifiziertes Portfolio gut gerateter KMU zu investieren, ohne durch hohe Informations- bzw. Monitoringkosten belastet zu sein. Insgesamt sollte sich durch das Genussrechtetpooling wirtschaftlich eine Verbesserung für alle an der Transaktion beteiligten Parteien einstellen.

## **C. Rechtliche Rahmenbedingungen**

Im Folgenden sind die rechtlichen Rahmenbedingungen für PREPS zu erörtern. Hierbei empfiehlt sich, die Beziehungen der verschiedenen Beteiligten zu trennen und gesondert zu behandeln.

---

<sup>42</sup> Vgl. *Bozicevic/Karow*, AG 2004, R401 (R401).

<sup>43</sup> Vgl. hierzu die Parallelüberlegung von *Kümpel*, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Auflage Köln 2004, Rn. 19.93 zum Back-Testing-Verfahren, bzw. zu Collateralized Loan Obligations von *Rudolph*, zfbf 57, 176 (179) weiterhin *Brealy/Myers/Marcus*, Fundamentals of Corporate Finance, 4. Auflage New York 2004, S. 278 ff.

<sup>44</sup> Vgl. Hochschule für Bankwirtschaft (Hrsg.), Arbeitsbericht 44, *Heidorn/König*, Investitionen in Collateralized Debt Obligations, Mai 2003, S.12.

## **I. Verhältnis zwischen SPV und KMU**

Im Verhältnis zwischen KMU und SPV werden die Teilnahmevoraussetzungen vertraglich festgelegt. Diese sind hauptsächlich wirtschaftlich determiniert und bergen keine Schwierigkeiten rechtlicher Natur.<sup>45</sup> Anders verhält es sich mit der Ausgestaltung des Mezzaninekapitals. Der wirtschaftliche Erfolg einer Transaktion wie PREPS hängt maßgeblich von der rechtlichen Ausgestaltung der Mezzanine-Titel ab. Dem ist im Folgenden unter gesellschaftsrechtlichen, bilanziellen und steuerrechtlichen Gesichtspunkten nachzugehen.

### **1. Gesellschaftsrechtliche Erfordernisse**

Genussrechte dürfen gem. § 221 III i.V.m. I AktG nur auf Grund eines Beschlusses der Hauptversammlung, bei der GmbH der Gesellschafterversammlung gem. § 221 III i.V.m. I AktG analog, ausgegeben werden.<sup>46</sup> Die Gesellschafter sind gem. § 221 IV AktG grundsätzlich bezugsrechtsberechtigt. Gem. §§ 221 IV, 186 III S. 4 AktG lässt sich die Bezugsberechtigung allerdings ausschließen. Nicht abschließend geklärt ist, welche Anforderungen an die in § 186 III S. 4 AktG vorgesehene Rechtfertigung zu stellen sind.<sup>47</sup> Die h.M. in der Literatur und der Bundesgerichtshof richten den Rechtfertigungsaufwand daran aus, inwieweit mitgliedschaftliche Rechte gefährdet werden.<sup>48</sup>

### **2. Bilanzielle Betrachtung**

Wie bereits gezeigt, ist es für die KMU relevant, dass das Genussrechtskapital als bilanzielles Eigenkapital oder zumindest als wirtschaftliches Eigenkapital anerkannt wird.<sup>49</sup> Ob es sich um Eigenkapital handelt, hängt davon ab, nach welchen Bilanzierungsregeln das KMU seinen Jahresabschluss erstellt. Die Voraussetzungen für einen bilanziellen Ausweis als Eigenkapital richten sich entweder nach dem HGB oder den IFRS. Da die folgenden Erörterungen sowohl allgemein für Mezzanine-Kapital als auch für die spezielle Ausprägung in der Form des Genussrechts zutreffen, orientiert sich die Darstellung der Einfachheit halber am Beispiel des Genussrechts. Diese Titel werden im Übrigen in der Praxis am häufigsten verwendet.

---

<sup>45</sup> Zu den Teilnahmevoraussetzungen aus wirtschaftlicher Sicht vgl. B. II.

<sup>46</sup> Vgl. statt vieler *Lutter/Hommelhoff*, GmbHG 16. Auflage Köln 2004, § 55 Rn. 43 ff.

<sup>47</sup> Vgl. *Hüffer*, AktG 6. Auflage München 2004, § 221 Rn. 38 ff.; *Habersack* in MünchKommAktG, Bd. 6, 2. Auflage München 2005, § 221 AktG Rn. 171 ff.

<sup>48</sup> Vgl. *Habersack* in MünchKommAktG, Bd. 6, 2. Auflage München 2005, § 221 AktG Rn. 187; BGHZ 120, 141 (146 ff.) „*Bremer Bankverein*“.

<sup>49</sup> Siehe oben B.II. 1.

### a. Eigenkapital nach HGB

Genussrechtskapital ist als Eigenkapital auszuweisen, wenn es nachrangig ist, die Vergütung erfolgsabhängig ist, es am Verlust bis zur vollen Höhe teilnimmt und es längerfristig oder dauernd überlassen wurde.<sup>50</sup> Nachrangig ist das Kapital, wenn der Rückzahlungsanspruch des Inhabers im Insolvenz- oder Liquidationsfall erst nach Befriedigung aller anderen Gläubiger geltend gemacht werden kann. Dadurch wird sichergestellt, dass das Genussrechtskapital den Fremdkapitalgebern als Haftungsmasse zur Verfügung steht, wodurch es der Funktion des Eigenkapitals nahe kommt.<sup>51</sup> Weiterhin muss das Kapital erfolgsabhängig vergütet werden. So wird sichergestellt, dass Auszahlungen auf das Genusskapital nur erfolgen, wenn dadurch das gesperrte Eigenkapital, die Kapitalrücklage nach § 272 II Nr. 1-3 HGB und die gesetzliche Rücklage nicht angegriffen werden oder sonst die gesetzliche Kapitalerhaltung umgangen wird.<sup>52</sup> Eine Verzinsung des Genussrechts steht der Qualifikation als eigenkapitalähnliches Mittel nicht entgegen, solange vereinbart ist, dass der Zins lediglich aus dem Jahresüberschuss zu leisten ist, oder dass ein Dritter die Zinszahlung übernimmt, wenn andernfalls das geschützte Kapital angetastet werden müsste.<sup>53</sup>

Das Genussrechtskapital muss weiterhin an Verlusten der Gesellschaft bis zur vollen Höhe teilnehmen. Dabei ist nicht erforderlich, dass die Verluste zuerst mit dem Genussrechtskapital verrechnet werden. Allerdings muss das Genussrechtskapital – und zwar in voller Höhe – vor den gegen eine Ausschüttung gesperrten Mitteln zur Deckung der Verluste herangezogen werden, denn andernfalls würden die Kapitalerhaltungsregeln umgangen. Das Grundkapital sowie z.B. die gesetzliche Rücklage werden somit erst angetastet, wenn das Genussrechtskapital aufgezehrt ist. Auch die Rückzahlung der Genussrechtsmittel darf nicht aus ausschüttungsgesperrem Kapital erfolgen.<sup>54</sup>

---

<sup>50</sup> Vgl. *Kropff* in MünchKommAktG Bd. 5/2, 2. Auflage München 2004, § 272 HGB Rn. 136 ff; *Habersack* in MünchKommAktG, Bd. 6, 2. Auflage München 2005, § 221 AktG Rn.352; *Hüffer*, AktG 6. Auflage München 2004, § 221 Rn. 79; *Häger/Nottmeier* in Häger/Elkemann-Reusch, Mezzanine Finanzierungsinstrumente, Berlin 2004 Rn. 742.

<sup>51</sup> Vgl. *Hüffer*, AktG 6. Auflage München 2004, § 221 Rn. 79; *Kropff* in MünchKommAktG Bd. 5/2, 2. Auflage München 2004, § 272 HGB Rn. 137; *Häger/Nottmeier* in Häger/Elkemann-Reusch, Mezzanine Finanzierungsinstrumente, Berlin 2004 Rn. 744; *Emmerich/Naumann*, WPg 1994, 677 (681).

<sup>52</sup> Vgl. *Kropff* in MünchKommAktG Bd. 5/2, 2. Auflage München 2004, § 272 HGB Rn. 138; *Häger/Nottmeier* in Häger/Elkemann-Reusch, Mezzanine Finanzierungsinstrumente, Berlin 2004, Rn. 745; *Emmerich/Naumann*, WPg 1994, 677 (681); *Golland/Gehlhaar/Grossmann/Eickhoff-Kley/Jänisch*, Spezial zu BB 2005 Heft 13, 1 (17 f.).

<sup>53</sup> Vgl. *Kropff* in MünchKommAktG Bd. 5/2, 2. Auflage München 2004, § 272 HGB Rn. 138; *Häger/Nottmeier* in Häger/Elkemann-Reusch, Mezzanine Finanzierungsinstrumente, Berlin 2004 Rn. 745.

<sup>54</sup> Vgl. *Kropff* in MünchKommAktG Bd. 5/2, 2. Auflage München 2004, § 272 HGB Rn. 139; *Heymann* in Beck Handbuch der Rechnungslegung, 9. Ergänzungslieferung München 1996, B 231 Rn. 19; *Kütting/Kessler/Harth*, BB 1996 Beil. 4, 1 (5); *Emmerich/Naumann*, WPg 1994, 677 (682).

Fraglich war bis vor kurzem, ob das Genussrechtskapital für eine eigenkapitalähnliche Zuordnung dauerhaft zur Verfügung gestellt worden sein muss, oder ob bereits eine längerfristige Überlassung ausreicht. Vor dem Hintergrund, dass es bei einem Erfordernis, Genussrechtskapital dauerhaft zu überlassen, nur ewige Genussrechte gäbe, erscheint eine solche Anforderung als unangemessen.<sup>55</sup> Fraglich ist aber, welcher Zeitraum das Kriterium der Längerfristigkeit der Kapitalüberlassung erfüllt. Hierzu können § 10 V Nr. 3 KWG und § 53 c III a Nr. 3 VAG herangezogen werden, die Genussrechtskapital dem haftenden Eigenkapital von Banken und Versicherungen zurechnen, wenn es für mindestens fünf Jahre überlassen wurde.<sup>56</sup> Andererseits wird auf die Verkehrssitte verwiesen und eine Dauer von ca. 15-25 Jahren gefordert.<sup>57</sup> Eine Auswertung der in der Praxis vorkommenden Genussrechtsbedingungen hat diese Forderung jedoch nicht untermauern können.<sup>58</sup> Stattdessen erscheint der Maßstab von fünf Jahren Laufzeit gekoppelt mit einer zweijährigen Kündigungsfrist als angemessen und ist mittlerweile weitgehend akzeptiert.<sup>59</sup> Somit bleibt festzuhalten, dass ein nach den obigen Kriterien ausgestaltetes Genussrechtskapital nach dem HGB als Eigenkapital bzw. eigenkapitalähnliches Mittel aufgefasst wird.

## **b. Eigenkapital nach IFRS**

Für die Behandlung von Genussrechtskapital als Eigenkapital nach IFRS gelten besondere Regeln.<sup>60</sup>

Genussrechtskapital wird nach IAS 32.22 als „*liability*“ (Fremdkapital) angesehen, wenn ein fester Rückzahlungstermin besteht oder dem Genussrechtsinhaber das Recht zusteht, nach einer bestimmten Zeit eine Rückzahlung zu verlangen.<sup>61</sup> Somit können Genussrechte in der Regel nicht als Eigenkapital ausgewiesen werden.<sup>62</sup> Etwas anderes kann sich ergeben, wenn die Genussrechte ähnlich einer Vorzugsaktie ausgestaltet sind und das Kapital auf

<sup>55</sup> Vgl. Hüffer, AktG 6. Auflage München 2004, § 221 Rn. 79.

<sup>56</sup> Vgl. Häger/Nottmeier in Häger/Elkemann-Reusch, Mezzanine Finanzierungsinstrumente, Berlin 2004 Rn. 748; Harrer/Janssen/Halbig, FB 2005, 1 (4); Lutter, DB 1993, 2441 (2445 f.).

<sup>57</sup> Vgl. Kropff in MünchKommAktG Bd. 5/2, 2. Auflage München 2004, § 272 HGB Rn. 139; Emmerich/Naumann, WPg 1994, 677 (683).

<sup>58</sup> Vgl. Küting/Kessler/Harth, BB 1996 Beil. 4, 1 (13 f.), die 29 Genussrechte unter anderem auf ihre Laufzeit hin untersucht haben.

<sup>59</sup> Vgl. Kropff in MünchKommAktG Bd. 5/2, 2. Auflage München 2004, § 272 HGB Rn. 139; Häger/Nottmeier in Häger/Elkemann-Reusch, Mezzanine Finanzierungsinstrumente, Berlin 2004 Rn. 748; Küting/Kessler/Harth, BB 1996 Beil. 4, 1 (14).

<sup>60</sup> Auf Grund der Verordnung (EG) Nr. 1606/2002 Rat und § 315 a HGB sind kapitalmarktorientierte Unternehmen verpflichtet, ihre Konzernbilanz nach IFRS/IAS aufzustellen.

<sup>61</sup> Vgl. Heymann in Beck Handbuch der Rechnungslegung, 9. Ergänzungslieferung München 1996, B 231 Rn. 185; Harrer/Janssen/Halbig, FB 2005, 1 (5).

<sup>62</sup> Vgl. Kropff in MünchKommAktG Bd. 5/2, 2. Auflage München 2004, § 272 HGB Rn. 163; Heymann in Beck Handbuch der Rechnungslegung, 9. Ergänzungslieferung München 1996, B 231 Rn. 185.

unbeschränkte Dauer überlassen ist oder bei Kapitalgesellschaften eine Pflichtwandlung in Gesellschaftsanteile zu einem bereits im Emissionszeitpunkt vereinbarten Umtauschverhältnis festgelegt wurde.<sup>63</sup>

### 3. Steuerrechtliche Betrachtung

Einer der wesentlichen Vorteile von mezzaninen Finanzierungsinstrumenten liegt darin, die für das Kapital aufgewendeten Mittel der Emittenten, also der KMU, steuerlich geltend zu machen.<sup>64</sup> Genussrechte können demnach bilanziell Eigenkapital darstellen und trotzdem steuerrechtlich als Fremdkapital zu behandeln sein.<sup>65</sup> Maßgeblich für die Beurteilung, wie Genussrechte steuerrechtlich beim Emittenten einzuordnen sind, ist die Vorschrift des § 8 III S. 2 KStG. Danach muss der am Gewinn beteiligte Genussrechtsinhaber von der Teilhabe am Liquidationserlös ausgeschlossen sein, um eine Klassifizierung des Genussrechtskapitals als steuerliches Fremdkapital zu gewährleisten.<sup>66</sup> Eine Teilhabe am Liquidationserlös gilt als ausgeschlossen, wenn die Genussrechtsgläubiger nicht an den stillen Reserven der KMU beteiligt sind, die Rückzahlung vor der Liquidation verlangt werden kann und die Kapitalüberlassung nicht länger als 30 Jahre andauert.<sup>67</sup> Dieser „Spagat“ zwischen bilanziellem Eigenkapital und steuerlichem Fremdkapital gelingt bei Genusskapital mit Eigenkapitalausweis nach HGB leicht.<sup>68</sup> Schwierig ist es, Genussrechtskapital steuerrechtlich als Fremdkapital zu gestalten und dieses gleichzeitig noch als Eigenkapital nach IFRS ausweisen zu können.<sup>69</sup> Vorgeschlagen wird, eine ewige Anleihe mit ausschüttungsabhängiger, aber nachzuzahlender Genussrechtsvergütung zu gestalten.<sup>70</sup> Ob bei dieser Gestaltung von einer IFRS-Eigenkapitaleigenschaft und steuerlicher Fremdkapitaleigenschaft des Genussrechtskapitals ausgegangen werden kann, hängt

---

<sup>63</sup> Zur Frage, ob Genussrechte in dieser Weise ausgestaltet werden können, vgl. *Habersack* in MünchKommAktG, Bd. 6, 2. Auflage München 2005, § 221 AktG Rn.123 ff.; *Hüffer*, AktG 6. Auflage München 2004, § 221 Rn. 31 ff. sowie BGHZ 119, 305 (310 ff.) „*Klöckner*“. Die Deutsche Bank hat gemeinsam mit der IKB Deutsche Industriebank AG in ihrem Produkt „*equiNotes*“ Genussrechte mit Eigenkapitalausweis nach IAS gestaltet. Die Folgen bleiben abzuwarten. Vgl. zu „*equiNotes*“ <http://www.equinotes.de/>. Zur Pflichtwandlung vgl. *Harrer/Janssen/Halbig*, FB 2005, 1 (5).

<sup>64</sup> Siehe oben B. II. 1.

<sup>65</sup> Vgl. *Harrer/Janssen/Halbig*, FB 2005, 1 (6).

<sup>66</sup> Vgl. *Häger* in *Häger/Elkemann-Reusch*, Mezzanine Finanzierungsinstrumente, Berlin 2004, Rn. 709 ff.; *Harrer/Janssen/Halbig*, FB 2005, 1 (6); *Golland/Gehlhaar/Grossmann/Eickhoff-Kley/Jänisch*, Spezial zu BB 2005 Heft 13, 1 (17 f.).

<sup>67</sup> Vgl. Schreiben des BMF vom 08.12.1986, BB 1987, 667 (667 f.); *Harrer/Janssen/Halbig*, FB 2005, 1 (6); *Golland/Gehlhaar/Grossmann/Eickhoff-Kley/Jänisch*, Spezial zu BB 2005 Heft 13, 1 (17 f.).

<sup>68</sup> Zu den Voraussetzungen für eine Bilanzierung als Eigenkapital nach HGB siehe oben C. I. 2. a.

<sup>69</sup> Um bei Genussrechten einen Eigenkapitalausweis nach IFRS zu erreichen, muss entweder eine Pflichtwandelanleihe oder eine ewige Anleihe gestaltet werden. Vgl. dazu C. I. 2. b. In einem solchen Fall liegt aber regelmäßig die nach steuerlicher Betrachtung unerwünschte Beteiligung an den stillen Reserven bzw. eine über dreißigjährige Kapitalüberlassung vor.

<sup>70</sup> Vgl. *Harrer/Janssen/Halbig*, FB 2005, 1 (6).



maßgeblich von der Beurteilung durch die Finanzverwaltung ab.<sup>71</sup> Unabhängig von der Entscheidung der Finanzverwaltung bietet es sich für Transaktionen wie PREPS nicht an, Genussrechte mit einer so langen Laufzeit zu versehen. Der Genussschein selbst wäre nur eingeschränkt handelbar, und die sich darauf beziehenden Anleihen auf dem Sekundärmarkt illiquide.

## **II. SPV**

Im Folgenden ist das SPV selbst sowohl unter aufsichts- als auch unter steuerrechtlichen Gesichtspunkten zu betrachten.

### **1. Aufsichtsrechtliche Erwägungen**

Zunächst stellt sich die Frage, ob das SPV dem InvestmentG oder dem KWG unterfällt.

#### **a. Das SPV als Investmentgesellschaft im Sinne des InvestmentG?**

Um zu beurteilen, ob die Regelungen des InvG auf das SPV angewendet werden, ist zunächst danach zu differenzieren, ob dieses seinen Sitz im Ausland oder im Inland genommen hat. Gem. § 1 S. 1 Nr. 3 InvG ist der Anwendungsbereich des InvG auf den öffentlichen Vertrieb von ausländischen Investmentanteilen beschränkt. Ausländische Investmentanteile sind gem. § 2 IX InvG Anteile an ausländischem Investmentvermögen, die von Unternehmen mit Sitz im Ausland ausgegeben werden. Öffentlich vertrieben werden diese Investmentanteile gem. § 2 XI InvG, wenn sie öffentlich angeboten, öffentlich beworben oder in ähnlicher Weise vertrieben werden. Unabhängig davon, ob es sich bei den emittierten Anleihen des SPV mit Sitz im Ausland um Investmentanteile handelt, werden diese jedenfalls nicht öffentlich Vertrieben, denn die Anleihen werden durch gezielte Ansprache institutioneller Anleger und vermögender Privatkunden vertrieben. Somit findet das InvG auf ein SPV mit Sitz im Ausland keine Anwendung.

Für die SPV mit Sitz im Inland ist auf andere Kriterien abzustellen. Gem. § 1 S. 1 Nr. 1 InvG findet das InvG Anwendung auf inländische Investmentvermögen, die in Form von Investmentfonds oder Investmentaktiengesellschaften angelegt sind. Investmentvermögen in diesem Sinne sind gem. § 1 S. 2 InvG Vermögen zur gemeinschaftlichen Kapitalanlage, die nach dem Grundsatz der Risikomischung in Vermögensgegenstände im Sinne des § 2 IV InvG angelegt sind. Zweifelhaft ist bereits, ob dem Grundsatz der Risikomischung durch

---

<sup>71</sup> *Harrer/Janssen/Halbig*, FB 2005, 1 (6) räumen selber ein, dass ihr Gestaltungsvorschlag auf der Vermutung beruht, dass die steuerrechtlichen Vorgaben zur Fremdkapitaleigenschaft von Genussrechtskapital nicht alle rechtens sein.

Genussrecht pooling entsprochen wird.<sup>72</sup> Um eine Investmentaktiengesellschaft handelt es sich bei einem SPV in der Regel ebenfalls nicht. Wenn das Genussrecht pooling einen Investmentfonds im Sinne des § 2 I InvG darstellen soll, müsste es sich bei dem Genussrecht pool des SPV um Sondervermögen im Sinne des § 2 II InvG handeln. Das in die Genussrechte investierte Kapital wurde durch Anleihen gewonnen und stellt somit kein Sondervermögen dar. Maßgeblich dafür ist, dass die Anleihen keine Anteile an diesem Vermögen darstellen, sondern einzelne Schuldverschreibungen des SPV gegenüber dem jeweiligen Anleger sind. Ein Sondervermögen kann auf diese Weise nicht gebildet werden. Das InvG ist mithin nicht auf ein SPV mit Sitz in Deutschland anzuwenden.<sup>73</sup>

### **b. Das SPV als Kreditinstitut im Sinne des KWG?**

Das SPV könnte allerdings als ein Kreditinstitut im Sinne des KWG angesehen werden. Auch für das KWG ist hinsichtlich seiner Anwendung zwischen SPV mit Sitz im Ausland und im Inland zu differenzieren. Gem. § 32 I KWG bedarf ein Unternehmen der schriftlichen Genehmigung der BaFin, wenn es Bankgeschäfte im Inland betreibt. Nach der herrschenden Auffassung im Schrifttum ist ein solcher Fall ohne Niederlassung des Unternehmens im Inland nicht gegeben.<sup>74</sup> Nimmt das SPV seinen Sitz im Ausland, ist das KWG nicht anzuwenden.

Anders ist die Situation bei einem SPV mit Sitz im Inland zu beurteilen. Gem. § 1 I KWG sind Kreditinstitute Unternehmen, die Bankgeschäfte betreiben, wenn der Umfang dieser Geschäfte einen in kaufmännischer Weise eingerichteten Gewerbebetrieb erfordert. Ansatzpunkt, um ein SPV als Kreditinstitut einzuordnen, könnte zunächst § 1 I Nr. 2 KWG sein. Dann müsste es sich bei dem ausgereichten Genussrechtskapital um „Geld Darlehen“ im Sinne dieser Vorschrift handeln. Das Genussrecht ist wegen seiner strukturellen Unterschiede zum gewöhnlichen Geld Darlehen und seiner Nähe zu gesellschaftsrechtlichen Zielsetzungen vom Anwendungsbereich des § 1 I Nr. 2 KWG ausgenommen.<sup>75</sup> Vor allem erscheinen auch die Folgen einer Qualifikation des SPV als Kreditinstitut im Hinblick auf die Pflichten aus den §§ 10 ff. KWG als unangemessen. Ein SPV gem. § 1 I Nr. 1 KWG als Kreditinstitut

---

<sup>72</sup> Die Risikomischung verneinen *Bärenz/Steinmüller*, FR 2005, 919 (921 f.), die die Frage der Risikomischung bei Mezzanine-Fonds beleuchten und sich dabei auf verschiedene Rundschreiben der BaFin beziehen.

<sup>73</sup> Die oben angesprochene Fondslösung wie z.B. „ge/ mit“ (siehe Fn. 7) ist unter Umständen bezüglich der Anwendbarkeit des InvG anders zu beurteilen. Dazu ist hier nicht Stellung zu nehmen.

<sup>74</sup> Vgl. *Fischer* in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, Kreditwesengesetz, 2. Auflage 2004, § 32 Rn 7 ff.

<sup>75</sup> Vgl. *Fülbier* in Boos/Fischer/Schulte-Mattler, Kreditwesengesetz, 2. Auflage 2004, § 1 Rn 44 ff.

anzusehen, weil es „Einlagengeschäfte“ betreibe, ist mit der mittlerweile herrschenden Meinung im Schrifttum abzulehnen.<sup>76</sup>

Festzuhalten ist mithin, dass die beschriebenen Transaktionen weder dem Aufsichtsregime des InvG noch des KWG unterliegen.

## **2. Steuerrechtliche Betrachtung**

Was die steuerrechtlichen Rahmenbedingungen für das SPV anbelangt, so ist festzuhalten, dass dieses sich in der Regel im Ausland befindet und somit weder Satzungs- noch Verwaltungssitz im Inland aufweist. Zumindest einer der beiden Anknüpfungspunkte wäre aber Voraussetzung für eine – zumindest beschränkte – Steuerpflicht im Inland.<sup>77</sup> Sollte das SPV in Deutschland ansässig sein, ergeben sich steuerrechtlich keine Abweichungen von anderen SPV mit Sitz in Deutschland im Rahmen einer ABS-Transaktion.

## **III. Verhältnis zwischen SPV und Investoren**

Im Folgenden ist auf das Rechtsverhältnis zwischen SPV und Investoren einzugehen. Hier ist zwischen kapitalmarktrechtlichen und steuerrechtlichen Erwägungen zu unterscheiden. Zivilrechtliche Besonderheiten ergeben sich hier nicht; das Rechtsverhältnis zwischen dem Emittenten und den Erwerben der Anleihe ergibt sich, sofern deutsches Recht vereinbart ist, aus den §§ 793 ff BGB in Verbindung mit den Anleihebedingungen, die den Vorgaben des deutschen Rechts entsprechen müssen.

### **1. Kapitalmarktrechtliche Erwägungen**

Aus kapitalmarktrechtlicher Sicht lässt sich feststellen, dass bei der konkret angebotenen Form der Anleihen kein Verkaufsprospekt nach dem WpPG erforderlich ist. Die Anleihen werden nicht öffentlich angeboten und können nicht unter 50.000 Euro erworben werden. Somit scheidet eine Prospektpflicht gem. § 3 II Nr. 3 WpPG bzw. § 8 f VerkProspG aus. Für andere Gestaltungen sind die Vorschriften des WpPG bzw. des VerkProspG zu beachten.<sup>78</sup>

### **2. Steuerrechtliche Betrachtung**

Steuerrechtlich stellen die Anleihen im Rahmen einer oben beschriebenen Transaktion Finanzinnovationen im Sinne von § 20 II Nr. 4 EStG dar. Um die steuerrechtlichen Folgen genau erfassen zu können, ist die konkrete vertragliche Gestaltung der Anleihe maßgebend.

<sup>76</sup> Vgl. zu dieser Frage *Baums*, WM 1993, 1 (9 f.). Ihm folgend das Schrifttum, z.B. *Gehring*, Asset-Backed Securities im amerikanischen und deutschen Recht, München 1999, S. 160 ff.

<sup>77</sup> Vgl. *Rengers* in Blümich, EStG-KStG-GewStG, 88. Ergänzungslieferung München 2005, § 1 KStG Rn. 32, *Lambrecht* in Gosch, Körperschaftsteuergesetz, München 2005, § 1 Rn. 61.

<sup>78</sup> Eingehend zu beiden Gesetzen *Groß*, Kapitalmarktrecht, 3. Auflage München 2005, S. 261 ff.

Grundsätzlich kann festgehalten werden, dass der bei Endfälligkeit oder vorheriger Veräußerung realisierte Vermögenszuwachs aus einem Zins-, Kapitalnutzungsertrags- und einem Veräußerungsgewinnanteil besteht.

Für den Zinsanteil gilt, dass er Einkünfte gem. §§ 20 II S. 3, I Nr. 7 EStG darstellt und der 30-prozentigen Zinsabschlagsteuer unterliegt.

Der Kapitalnutzungsertrag wiederum begründet eine Steuerpflicht nach § 20 II Nr. 4 EStG. Er wird mit Hilfe der Emissionsrendite ermittelt.

Der verbleibende Wertzuwachs ist der Veräußerungsgewinn. Dieser ist mit Ausnahme der Fälle des § 23 EStG steuerfrei.<sup>79</sup> Weitergehende Besonderheiten steuerrechtlicher Natur bezüglich der Anleihen sind nicht ersichtlich, können sich allerdings je nach Gestaltung der Anleihe bzw. des durch das SPV emittierten Wertpapiers ergeben.

#### **D. Ausblick**

Die zukünftige Entwicklung der Finanzierungsform durch PREPS und ähnliche Finanzinstrumente dürfte von mehreren Bedingungen abhängen.

Zunächst müssen Banken bereit sein, eigenkapitalähnliches Mezzanine-Kapital als risikomindernd anzuerkennen und ihre Preisgestaltung bei der Kreditvergabe darauf einzustellen. Weiterhin ist relevant, dass die steuerliche Abzugsfähigkeit bei Mezzanine-Kapital gewährleistet wird. Das gilt insbesondere vor dem Hintergrund, dass sich tatsächlich ein deutlich größeres Spektrum an Gestaltungsvarianten für Mezzanine-Kapital findet als der hier dargestellte Typ.

Gerade die Vielfalt der auf dem Markt anzutreffenden Produkte lässt eine Standardisierung bestimmter Typen als sinnvoll erscheinen. Erst eine Einigung auf einheitliche Marktstandards kann einen effizienten Wettbewerb nach sich ziehen.

Gestaltungen wie PREPS können den deutschen Mittelstand für den Kapitalmarkt öffnen. Auf diesem Weg können KMU erste Erfahrungen mit einer kapitalmarktorientierten Finanzierung sammeln, und der Markt kann sich auf ein neues Segment „Mittelstandsfinanzierung“ einstellen.

---

<sup>79</sup> Vgl. zu den steuerrechtlichen Erwägungen insgesamt *Koblenzer*, ErbStB 2005, 282 (285).

## Arbeitspapiere

(internet: <http://www.jura.uni-frankfurt.de/ifawz1/baums/index.html> /)

(bis Heft Nr. 85 einschließlich erschienen als Arbeitspapiere  
Institut für Handels- und Wirtschaftsrecht der Universität Osnabrück)

- |    |                                  |  |
|----|----------------------------------|--|
| 1  | Theodor Baums                    | Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany<br>(publ. in: Prentice/Holland [Hrsg.],<br>Contemporary Issues in Corporate Governance, Oxford 1993, S. 151 ff.)           |
| 2  | Theodor Baums                    | Asset-Backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht<br>(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1993, S. 1 ff.)  |
| 3  | Theodor Baums                    | Should Banks Own Industrial Firms? Remarks from the German Perspective.<br>(publ. in: Revue de la Banque/Bank-en Financiewezen 1992, S. 249 ff.)   |
| 4  | Theodor Baums                    | Feindliche Übernahmen und Managementkontrolle - Anmerkungen aus<br>deutscher Sicht   |
| 5  | Theodor Baums                    | The German Banking System and its Impact on Corporate Finance and<br>Corporate Governance<br>(publ. in: Aoki/Patrick [Hrsg.], The Japanese Main Bank System, Oxford<br>1994, S. 409 ff.) |
| 6  | Theodor Baums                    | Hostile Takeovers in Germany. A Case Study on Pirelli vs. Continental AG   |
| 7  | Theodor Baums/<br>Michael Gruson | The German Banking System - System of the Future?<br>(publ. in: XIX Brooklyn Journal of International Law 101-129 [1993])  |
| 8  | Philipp v. Randow                | Anleihebedingungen und Anwendbarkeit des AGB-Gesetzes<br>(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994, S. 23 ff.)  |
| 9  | Theodor Baums                    | Vorzugsaktien, Ausgliederung und Konzernfinanzierung<br>(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1994, S. 1 ff.)  |
| 10 | Markus König                     | Teilnahme ausländischer Anleger an der Hauptversammlung.<br>Eine empirische Untersuchung   |
| 11 | Theodor Baums                    | Foreign Financial Investments in German Firms - Some Legal and Policy<br>Issues  |

- 12 Christian Fraune Börsennotierung deutscher Aktiengesellschaften in den USA  
(publ. in: Recht der Internationalen Wirtschaft 1994, S. 126 ff.)
  
- 13 Theodor Baums Macht von Banken und Versicherungen - Stellungnahme für den  
Wirtschaftsausschuß des Deutschen Bundestages -  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1994 S. 86 ff.)
  
- 14 Theodor Baums Ergebnisabhängige Preisvereinbarungen in Unternehmenskaufverträgen  
("earn-outs")  
(publ. in: Der Betrieb 1993, S. 1273 ff.)
  
- 15 Theodor Baums Corporate Governance in Germany - System and Recent Developments  
(publ. in: Isaksson/Skog [Hrsg.], Aspects of Corporate Governance  
[Stockholm 1994] S. 31 ff.)
  
- 16 Theodor Baums Asset Securitization in Europe  
(publ.: Forum Internationale, lecture No. 20, Den Haag 1995)
  
- 17 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Shareholder Voting and Corporate Governance:  
The German Experience and a New Approach  
(publ. in: Aoki/Kim [Hrsg.], Corporate Governance in Transitional  
Economies [Washington, D.C. 1995] S. 435 ff.)
  
- 18 Johannes Stawowy The Repurchase of Own Shares by Public Companies and  
Aktiengesellschaften  
(publ. in: Elsa Law Review 1996 No. 1, S. 59 ff.)
  
- 19 Theodor Baums Anwendungsbereich, Kollision und Abstimmung von Kapitalmarktrechten  
(publ. in: Festschrift für Raisch [1995] S. 211 ff.)
  
- 20 Theodor Baums/  
Christian Fraune Institutionelle Anleger und Publikumsgesellschaft.  
Eine empirische Untersuchung  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 97 ff.)
  
- 21 Theodor Baums Der Aufsichtsrat - Aufgaben und Reformfragen  
(publ. in: ZIP 1995, S. 11 ff.)
  
- 22 Theodor Baums/  
Philipp v. Randow Der Markt für Stimmrechtsvertreter  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 145 ff.)
  
- 23 Michael Gruson/  
William J. Wiegmann Die Ad-hoc-Publizitätspflicht von Unternehmen nach  
amerikanischem Recht und die Auslegung von § 15 WpHG  
(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1995, S. 173 ff.)

- |    |                                   |  |
|----|-----------------------------------|--|
| 24 | Theodor Baums                     | Zur Harmonisierung des Rechts der Unternehmensübernahmen in der EG<br>(publ. in: Rengeling [Hrsg.], Europäisierung des Rechts [1996] S. 91 ff.)  |
| 25 | Philipp v. Randow                 | Rating und Regulierung<br>(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1995, S. 140 ff.)  |
| 26 | Theodor Baums                     | Universal Banks and Investment Companies in Germany<br>(publ. in: Saunders/Walter [Hrsg.], Financial System Design: Universal Banking Considered [Homewood 1996] S. 124 ff.)                             |
| 27 | Theodor Baums                     | Spartenorganisation, "Tracking Stock" und deutsches Aktienrecht<br>(publ. in: Festschrift für Boujong [1996] S. 19 ff.)  |
| 28 | Helmut Siekmann                   | Corporate Governance und öffentlich-rechtliche Unternehmen<br>(publ. in: Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie, 15. Bd. 1996, S. 282 ff.)  |
| 29 | Theodor Baums                     | Vollmachtstimmrecht der Banken - Ja oder Nein?<br>(publ. in: Die Aktiengesellschaft 1996, S. 11 ff.)   |
| 30 | Theodor Baums                     | Mittelständische Unternehmen und Börse. Eine rechtsvergleichende Betrachtung<br>(publ. in: Immenga/Möschel/Reuter [Hrsg.], Festschrift für Mestmäcker [1996] S. 815 ff.)                                 |
| 31 | Hans-Gert Vogel                   | Das Schuldverschreibungsgesetz. Entstehung, Inhalt und Bedeutung<br>(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 321 ff.)  |
| 32 | Philipp v. Randow                 | Derivate und Corporate Governance - Eine gesellschafts- und kapitalmarktrechtliche Studie -<br>(publ. in: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 1996, S. 594 ff.)                         |
| 33 | Michael Gruson/<br>Herbert Harrer | Rechtswahl und Gerichtsstandsvereinbarungen sowie Bedeutung des AGB-Gesetzes bei DM-Auslandsanleihen auf dem deutschen Markt<br>(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 37 ff.) |
| 34 | Markus König                      | Aktie und Euro<br>(publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1996, S. 156 ff.)   |
| 35 | Theodor Baums                     | Personal Liabilities of Company Directors in German Law<br>(publ. in: International Company and Commercial Law Review 7 [1996] S. 318 ff.)   |
| 36 | Philipp v. Randow                 | Rating und Wettbewerb<br>(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1996, S. 85 ff.)  |
| 37 | Theodor Baums                     | Corporate Governance Systems in Europe - Differences and Tendencies of Convergence - Crafoord Lecture -  |
| 38 | Georg F. Thoma                    | Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission<br>(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1996, S. 1725 ff.)   |
| 39 | Theodor Baums                     | The New Draft Proposal for a Directive on Takeovers - the German Perspective<br>(publ. in: European Financial Services Law 1996, S. 302 f.)  |
| 40 | Markus König                      | Risiko-Lebensversicherungen als Kapitalanlage - Rechtliche Rahmenbedingungen von Viatical Settlements -<br>(publ. in: Versicherungsrecht 1996, S. 1328 ff.)  |





- 56 Michael Gruson Die Einführung des Euro und DM-Auslandsanleihen - Zugleich ein Beitrag zum deutschen Gesetz zur Umstellung von Schuldverschreibungen - (publ. in.: Wertpapier-Mitteilungen 1998, S. 1474 ff.)
- 57 Kai-Uwe Steck "Going private" über das UmwG. Das Gesellschaftsrecht des "kalten Delisting" (publ. in: Die Aktiengesellschaft 1998, S. 460 ff.)
- 58 Theodor Baums Verschmelzung mit Hilfe von Tochtergesellschaften (publ. in: Festschrift für W. Zöllner, Bd. 1, 1999, S. 65 ff.)
- 59 Malte Schindhelm/  
Klaus Stein Der trust im deutschen Erbschaft- und Schenkungsteuerrecht
- 60 Carsten Hoppmann Europarechtliche Entwicklungen im Börsenrecht (publ. in: Europäisches Wirtschafts- und Steuerrecht 1999 S. 204 ff.)
- 61 Theodor Baums GWB-Novelle und Kartellverbot (publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 1998 S. 233 ff.)
- 62 Markus König Vom Options-Fonds zur Fonds-Option (publ. in: Anlagepraxis 1998 S. 24 ff.)
- 63 Malte Schindhelm/  
Ingo Rogge Transportrechtsreform 1998 - Ein Überblick -
- 64 Malte Schindhelm/  
Ingo Rogge/  
Matthias Wanke Transportrechtsreform 1998 - Kurzkomentierung -
- 65 Theodor Baums/  
Ulrich Segna Börsenreform
- 66 Theodor Baums/  
Erik Theissen Banken, bankeigene Kapitalanlagegesellschaften und Aktienemissionen (publ. in: Hof/Lübbe-Wolff [Hrsg.], Wirkungsforschung zum Recht I, Interdisziplinäre Studien zu Recht und Staat, 10, Sammelband VW-Stiftung [1999], S. 65 ff.; Abdruck auch in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 125 ff.)
- 67 Theodor Baums/  
Kai-Uwe Steck Bausparkassen als Konzerntöchter (publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 1998 S. 2261 ff.)

- 68     Theodor Baums             Corporate contracting around defective regulations: The Daimler-Chrysler case  
(publ. in: Journal of Institutional and Theoretical Economics [JITE] 1999, Vol. 115, No. 1, S. 119 ff.)
- 69     Marco Becht/  
Ekkehart Boehmer             Transparency of Ownership and Control in Germany  
(publ. u.d.T. „Ownership and Voting Power in Germany“  
in: Barca/Becht [Hrsg.], The Control of Corporate Europe, 2001, 128)
- 70     Theodor Baums             Corporate Governance in Germany - System and Current Developments -  
(publ. u.d.T. "Il sistema di corporate governance in Germania ed i suoi recenti sviluppi" in: Rivista delle Società, 44. Jg. 1999, S. 1 ff.)
- 71     Ekkehart Boehmer             Who controls Germany? An exploratory analysis
- 72     Carsten Hoppmann/  
Fleming Moos                    Rechtsfragen des Internet-Vertriebs von Versicherungsdienstleistungen  
(Teilabdruck in: Zeitschrift für Versicherungswesen 1999 S. 1994 ff. und  
Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht 1999 S. 197 ff.)
- 73     Michael Adams                Reform                                der                                Kapitallebensversicherung  
(publ. u.d.T. „Vorschläge zu einer Reform der kapitalbildenden  
Lebensversicherungen“  
in: Neue Zeitschrift für Versicherung und Recht, 2000, S. 49 ff.)
- 74     Carsten Hoppmann             Der Vorschlag für eine Fernabsatzrichtlinie für Finanzdienstleistungen  
(publ. in: Versicherungsrecht 1999 S. 673 ff.)
- 75     Ulrich Segna                    Die Rechtsform deutscher Wertpapierbörsen - Anmerkungen zur  
Reformdiskussion  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 1999 S. 144 ff.)
- 76     Theodor Baums/  
Rainer Schmitz                    Shareholder Voting in Germany  
(publ. in Baums/Wymeersch [Hrsg.], Shareholder Voting Rights  
and Practices in Europe and the United States, 1999, S. 109 ff.
- 77     Markus König                    Auflösung und Übertragung von Publikumsfonds in Deutschland
- 78     Ekkehart Boehmer             Corporate                            governance                            in                                Germany:  
Institutional background and empirical results
- 79     Theodor Baums                    Notwendigkeit und Grundzüge einer gesetzlichen Übernahmeregelung

(publ. in: von Rosen/Seifert [Hrsg.], Die Übernahme börsennotierter Unternehmen [Schriften zum Kapitalmarkt, Bd. 2], 1999, S. 165 ff.)

- |    |  |  |
|----|--|--|
| 80 | Theodor Baums                                      | Globalisierung und deutsches Gesellschaftsrecht: Der Fall Daimler-Chrysler<br>(publ. in: Künzel u. a. [Hrsg.], Profile der Wissenschaft. 25 Jahre Universität Osnabrück [1999], S. 235 ff.)                          |
| 81 | Mark Latham  | The Road to Shareowner Power   |
| 82 | Kai-Uwe Steck                                      | US-amerikanisches Wertpapierrecht und Internet<br>(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2000, S. 112 ff.)  |
| 83 | Theodor Baums/<br>Matthias Möller                  | Venture Capital: U.S.-amerikanisches Modell und deutsches Aktienrecht<br>(publ. in: Baums et al. (Hrsg.), Corporations, Capital Markets and Business in the Law. Liber amicorum Richard M. Buxbaum, 2000, S. 33 ff.) |
| 84 | Ursula Lenzen                                      | Reform des Rechts der Börsenkursmanipulation<br>(publ. u.d.T. „Reform des Rechts zur Verhinderung der Börsenkursmanipulation<br>in: Wertpapier-Mitteilungen 2000, S. 1131 ff.)                                       |
| 85 | Theodor Baums                                      | Die Anfechtung von Hauptversammlungsbeschlüssen  |
| 86 | Theodor Baums/<br>Hans-Gert Vogel/<br>Maja Tacheva | Rechtstatsachen zur Beschlusskontrolle im Aktienrecht<br>(publ. in: Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2000 S. 1649 ff.)   |
| 87 | Michael Gruson                                     | Global Shares of German Corporations and Their Dual Listings on the Frankfurt and New York Stock Exchanges<br>(publ. in: University of Pennsylvania Journal of International Economic Law 2001 [Vol. 22], 185 ff.)   |
| 88 |  | Government Panel on Corporate Governance<br>– Summary of Recommendations –   |
| 89 | Theodor Baums                                      | Aktienrecht für globalisierte Kapitalmärkte<br>(publ. in: Corporate Governance, Hrsg. Hommelhoff/Lutter/Schmidt/Schön/Ulmer – Gemeinschaftssymposion der Zeitschriften ZHR/ZGR, Heidelberg 2002, S. 13 ff.)          |
| 90 | Theodor Baums/<br>Mathias Stöcker                  | Rückwerb eigener Aktien und WpÜG<br>(publ. in: Festschrift für Herbert Wiedemann, 2002, S. 703 ff.)  |



(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 2003, S. 705 ff.)

- |     |   |  |
|-----|---|--|
| 105 | Theodor Baums   | Die Corporate Governance-Empfehlungen des Winter II-Papiers aus deutscher Perspektive  |
| 106 | Alessandra Daccò  | Die Zentralisierung des Konzern-Cash-Managements in Italien  |
| 107 | Ronald J. Gilson  | Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience<br>(publ. in: Stanford Law Review, Vol. 55, 2003, S. 1067 ff.)  |
| 108 | Jeffrey N. Gordon   | An International Relations Perspective on the Convergence of Corporate Governance: German Shareholder Capitalism and the European Union, 1990-2000   |
| 109 | Jan Liersch   | Nachteile für den Finanzplatz durch außerbörsliche Wertpapiergeschäfte<br>(publ. in: Wertpapier-Mitteilungen 2003, S. 473 ff.)   |
| 110 | Wolfgang Drobetz/<br>Andreas Schillhofer/<br>Heinz Zimmermann | Corporate Governance and Expected Stock Returns: Evidence from Germany   |
| 111 | Mark Devlin/<br>Stephan Hutter                                | U.S. Laws and Regulations Applicable to Research Reports   |
| 112 | Theodor Baums   | Haftung wegen Falschinformation des Sekundärmarktes<br>(publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 167 (2003), S. 139 ff.)  |
| 113 | Michael Gruson/<br>Matthias Kubicek                           | Der Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht<br>(publ. in: Die Aktiengesellschaft 2003, S. 337 ff.)   |
| 114 | Hanno Berger/<br>Kai-Uwe Steck                                | Regulierung von Hedge Fonds in Deutschland – Bestandsaufnahme, praktische Erkenntnisse und Ausblick<br>(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2003, S. 192 ff.)   |
| 115 | Theodor Baums/<br>Christian Fischer                           | Haftung des Prospekt- und des Abschlussprüfers gegenüber den Anlegern<br>(publ. in: Festschrift für Drukarczyk, 2003, S. 37 ff.; auszugsweise auch in: Baetge/Lutter [Hrsg.], Abschlußprüfung und Corporate Governance, 2003, S. 23 ff.) |

- 116 Mario Hecker Die Beteiligung der Aktionäre am übernahmerechtlichen Befreiungsverfahren  
– Zugleich Besprechung von OLG Frankfurt am Main, Beschl. vom  
27.5.2003 - WpÜG 01/03 („ProSiebenSat.1/Haim Saban“) –
- 117 Mathias Stöcker Widerruf und Rücktritt von Ankündigungen eines Übernahmeangebots  
(publ. in: NZG Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2003, S. 993 ff.)
- 118 Theodor Baums/  
Roger Kiem Die Investmentaktiengesellschaft mit veränderlichem Kapital  
(publ. in: Festschrift für Walther Hadding, 2004, S. 741 ff.)
- 119 Theodor Baums/  
Kenneth E. Scott Taking Shareholder Protection Seriously?  
Corporate Governance in the United States and Germany  
(publ. in: AmJCompL 2005, Nr. 4, S. 31 ff.; auszugsweise auch in:  
JAppliedCorp.Finance, Vol. 17, 2005, Nr. 4, S. 44 ff.)
- 120 Theodor Baums Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Transparenz  
von Vorstandsvergütungen  
(publ. in: ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2004, S. 1877 ff.)
- 121 Theodor Baums Anerkennungsprämien für Vorstandsmitglieder
- 122 Theodor Baums Zur Offenlegung von Vorstandsvergütungen  
(publ. in: ZHR Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht  
169 (2005), S. 299 ff.)
- 123 Arne Klüwer/  
Fabian Marschall "*Whole Business Securitisation*"  
Die Verbriefung eines Unternehmenscashflows  
(publ. in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft 2005, S. 255 ff.)
- 124 Hannes Klühs Präsenzboni für die Teilnahme an der Hauptversammlung  
– Ein Vorschlag zur Steigerung der Hauptversammlungspräsenz  
bei Aktiengesellschaften –  
(publ. in: ZIP Zeitschrift für Wirtschaftsrecht 2006, S. 107 ff.)
- 125 Ulrich Segna Die wirtschaftliche Betätigung von Idealvereinen im Lichte des Entwurfs  
zur Änderung des Vereinsrechts vom 25. August 2004
- 126 Theodor Baums Das Zinsverbot im Aktienrecht
- 127 Theodor Baums Finanzierung der Aktiengesellschaft durch Mobilisierung des Fremdkapitals

– Ein rechtsgeschichtlicher Rückblick –

128 Roland Schmidbleicher Mittelbarer Kapitalmarktzugang für KMU durch Genussrechtpooling